

CONTROVERSIA SUI DIVIDENDI



Dr. Emilio Tomasini & Associates

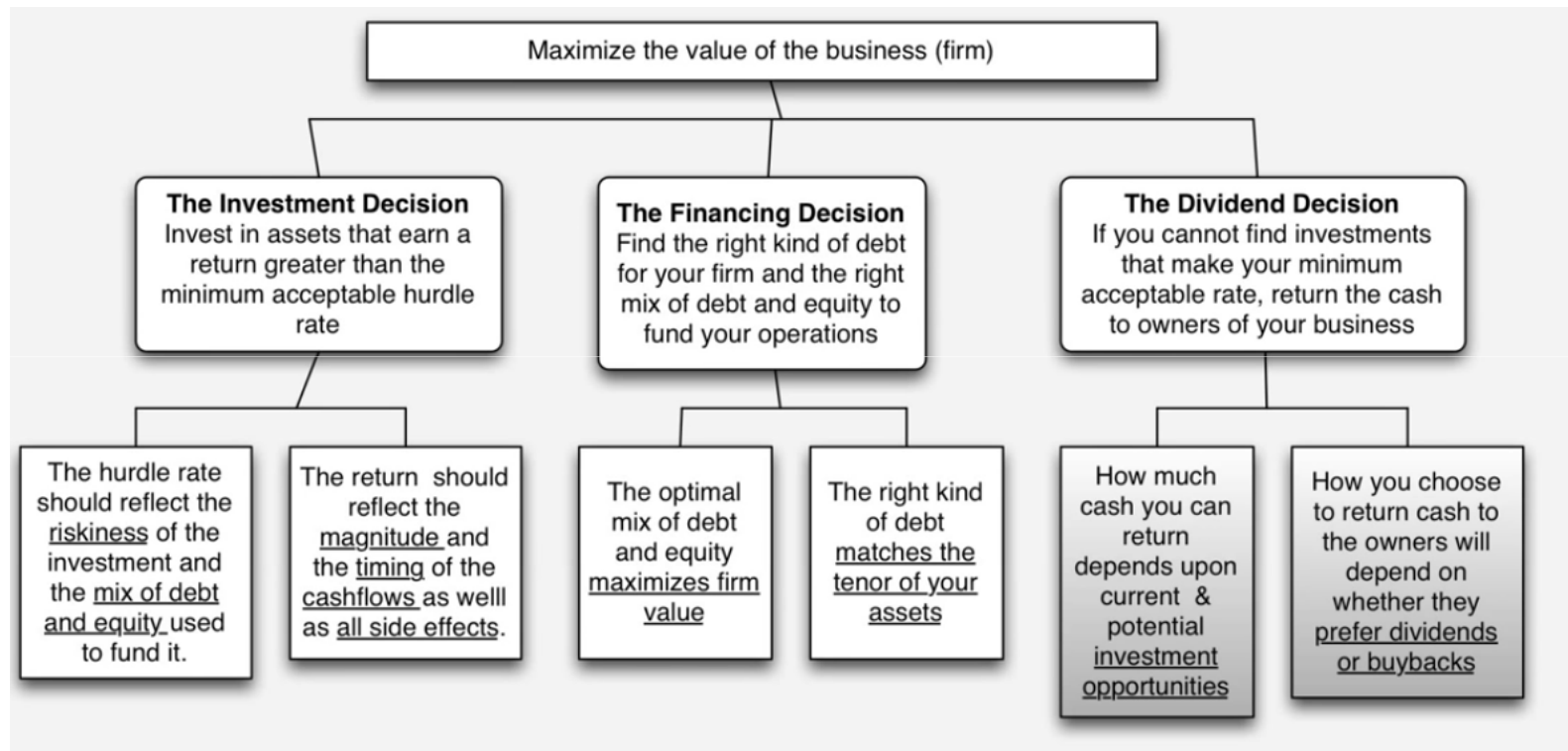
Professore a contratto di Finanza Aziendale Università di Bologna

15

www.emiliotomasini.it

<http://www.unibo.it/docenti/emilio.tomasini>

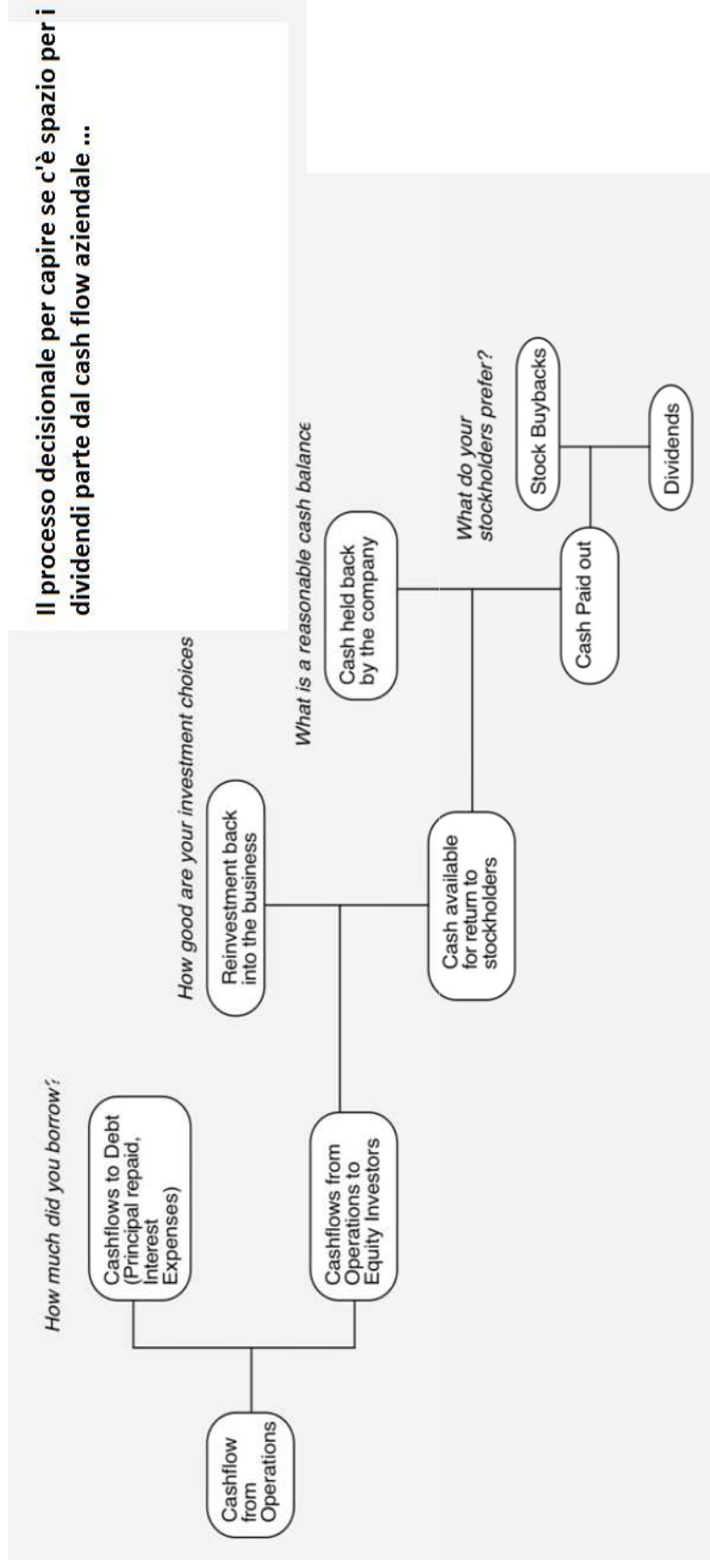
NON PERDIAMOCI ...



ARGOMENTI TRATTATI

- ❑ Come vengono pagati i dividendi
- ❑ In che modo le imprese procedono alla distribuzione dei dividendi?
- ❑ Le informazioni contenute nei dividendi e nei riacquisti di azioni
- ❑ La controversia sui dividendi
- ❑ Il partito di destra
- ❑ Imposte e sinistra radicale
- ❑ Il partito di centro
- ❑ La politica dei dividendi in Italia





TIPI DI DIVIDENDO

- ❑ Dividendo in contanti
 - ❑ Dividendo normale in contanti
 - ❑ Dividendo straordinario in contanti
- ❑ Dividendo in azioni (**aumento capitale gratuito in Italia**)
- ❑ Riacquisto di azioni (3 metodi)
 - 1) Acquisto di azioni sul mercato
 - 2) Offerta di acquisto agli azionisti
 - 3) Negoziazione diretta (Green Mail)



TIPI DI DIVIDENDO

Dividendo in contanti – Erogazione di denaro da parte della società ai propri azionisti.

Dividendo in azioni - Distribuzione di azioni addizionali agli azionisti di una società.

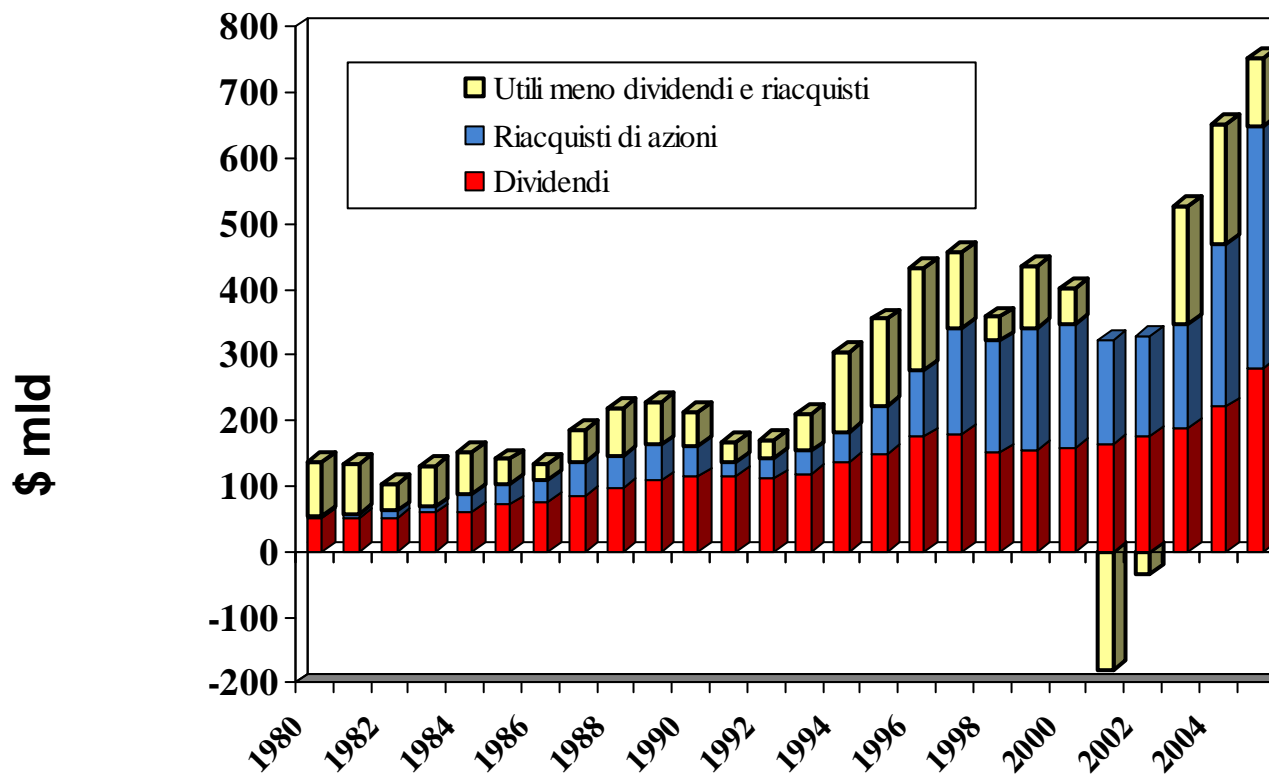
Frazionamento azionario – Emissione di azioni addizionali agli azionisti di una società.

Riacquisto di azioni – La società riacquista proprie azioni dai suoi azionisti



DIVIDENDI E RIACQUISTI DI AZIONI

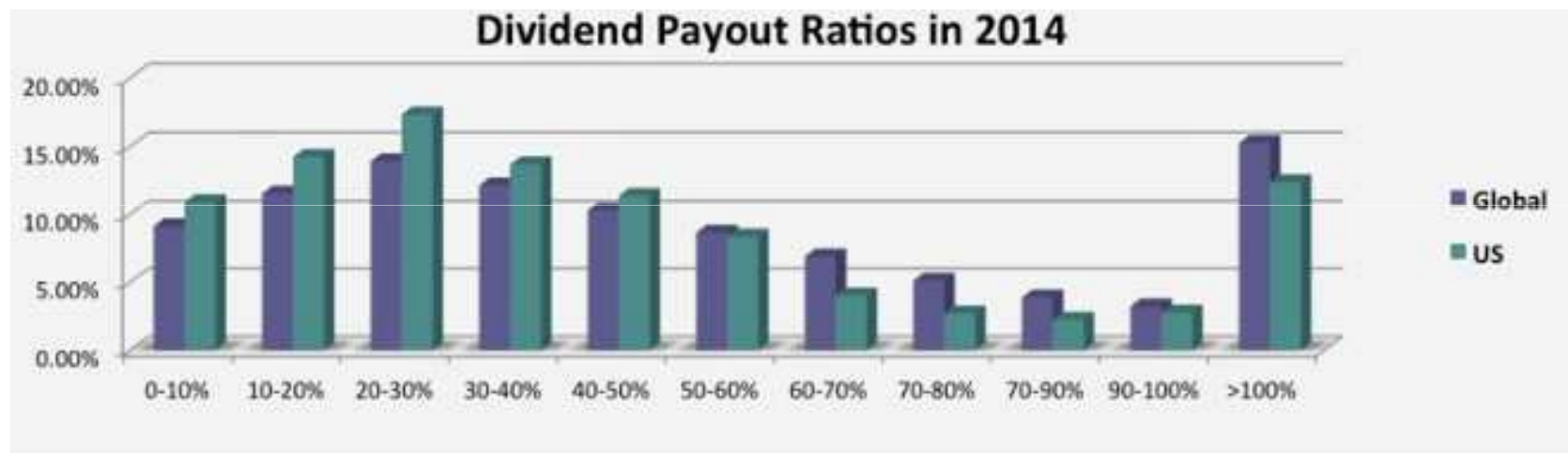
Dati US 1980 - 2005



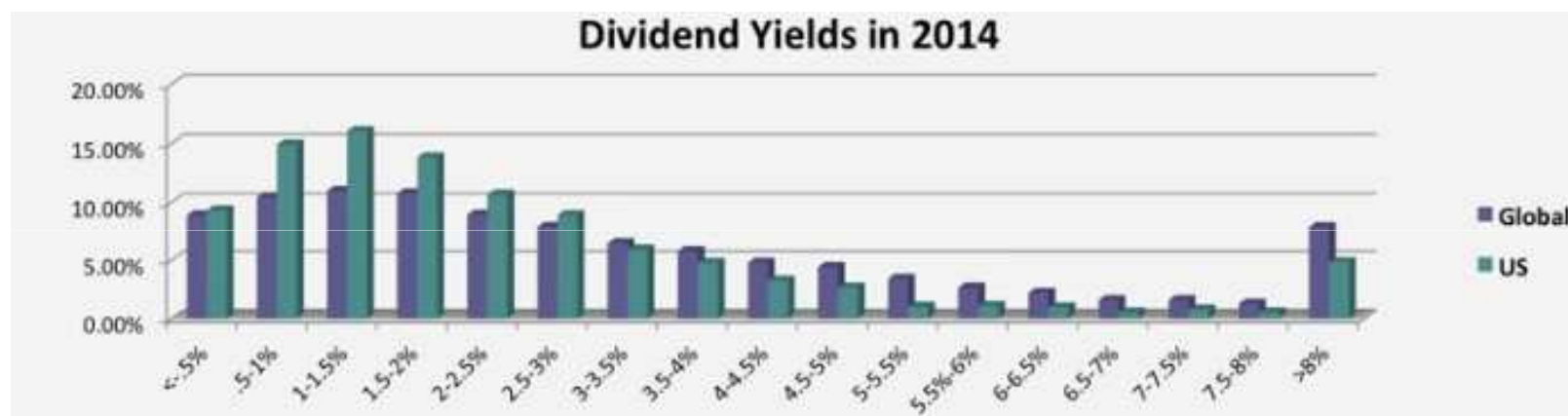
DIVIDENDS ARE STICKY



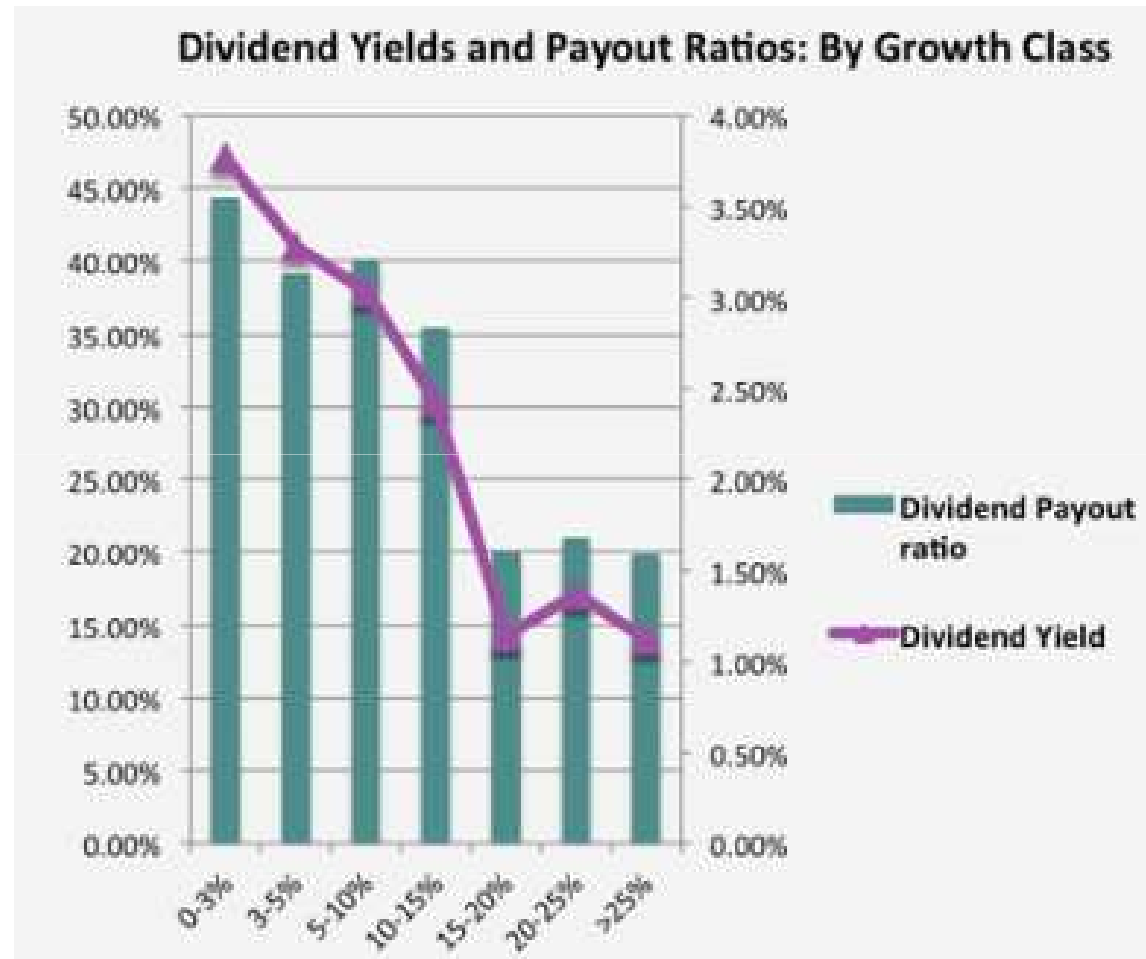
RIFERIMENTO: PAY OUT RATIO



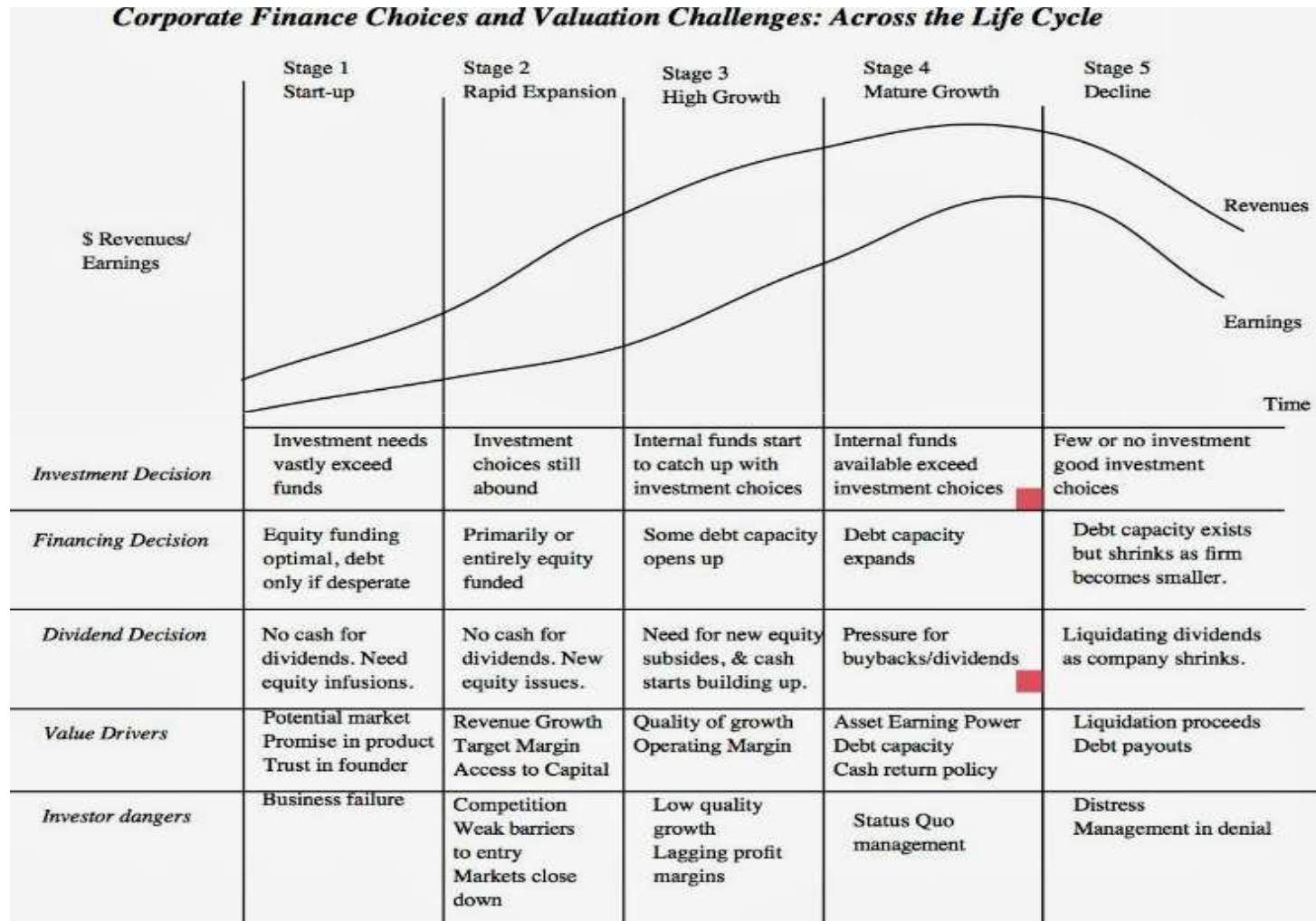
RIFERIMENTO DIVIDEND YIELDS



CRESCITA / DIVIDENDI



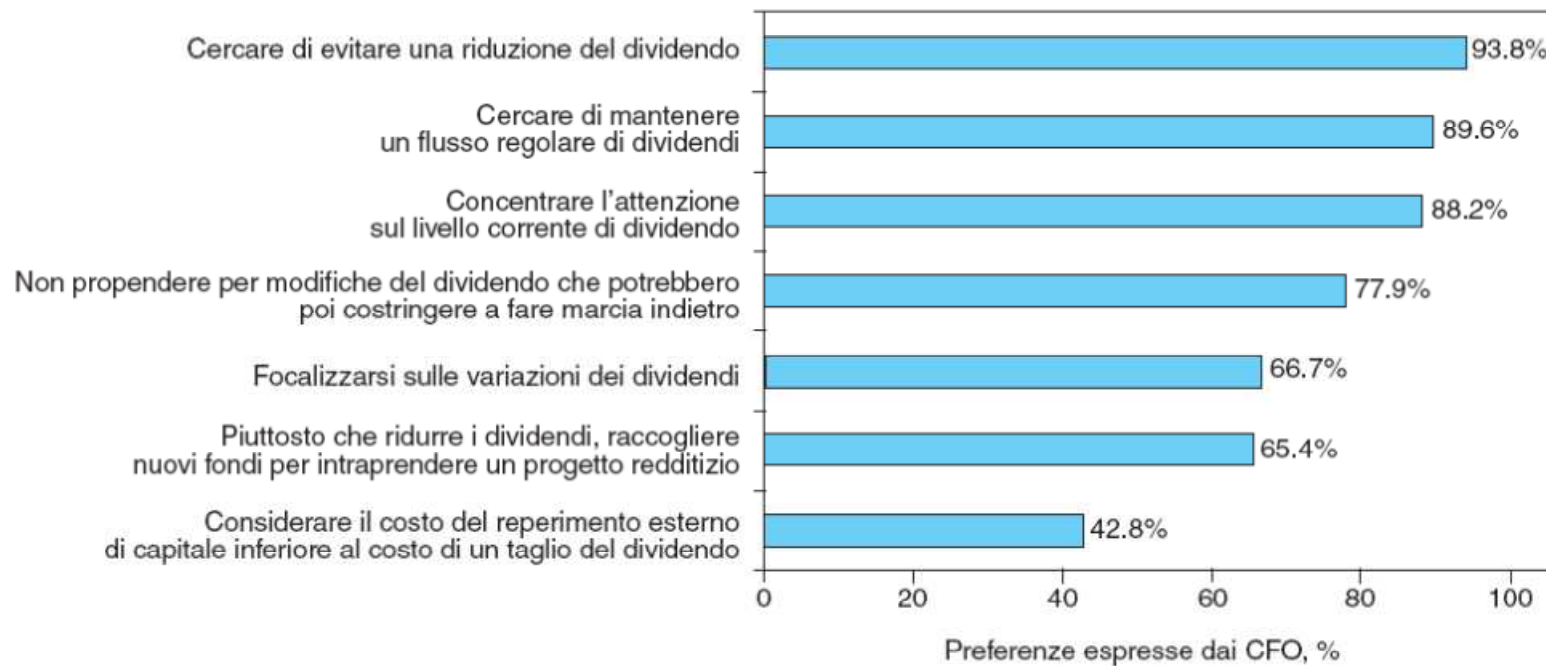
LIFE CYCLE DELLA SOCIETA'



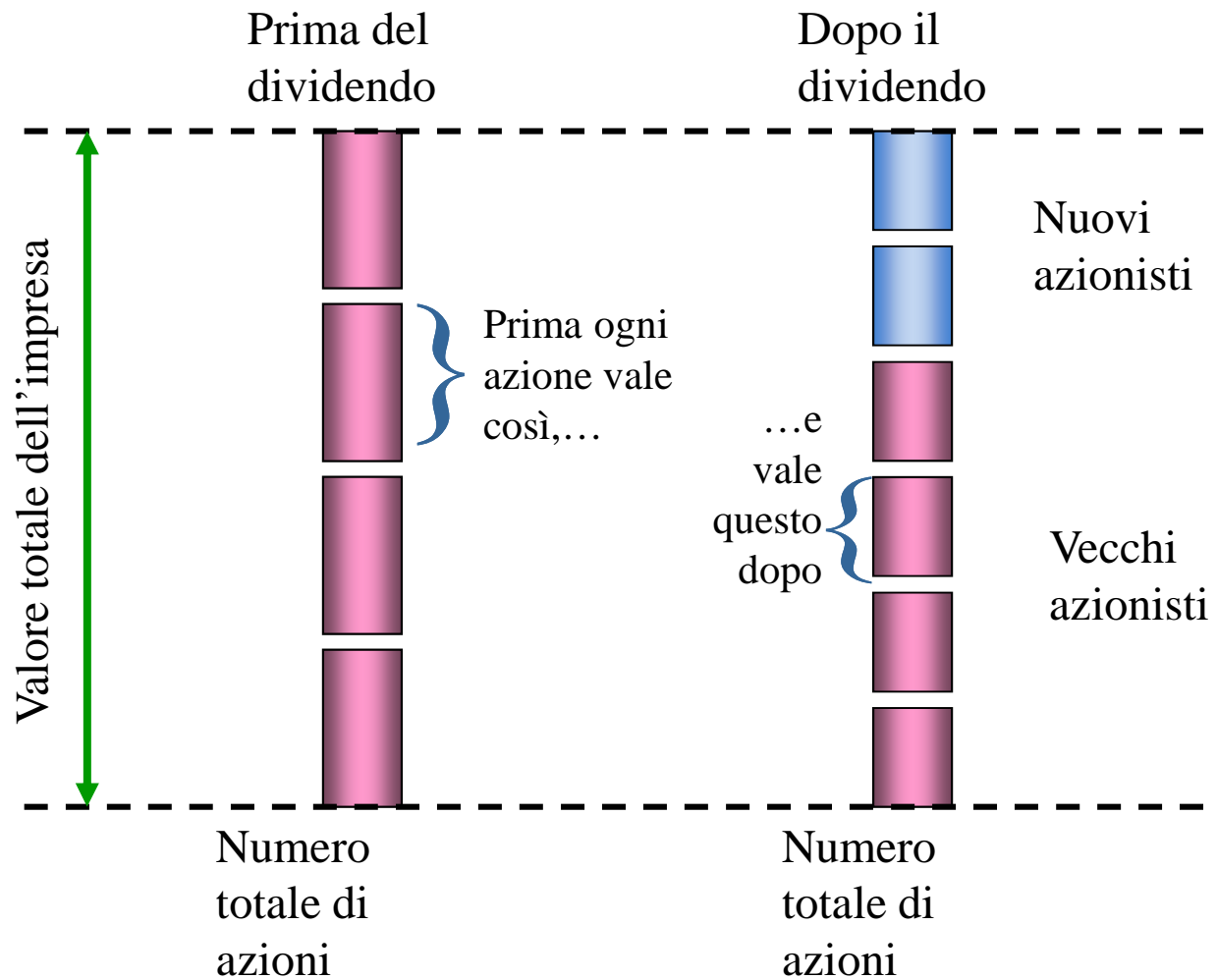
LA DECISIONE DI DISTRIBUIRE DIVIDENDI

- ❑ Fatti stilizzati di Lintner
 - ❑ Le imprese hanno obiettivi di lungo termine circa il rapporto di distribuzione degli utili.
 - ❑ I manager sono più concentrati sulle variazioni dei dividendi rispetto al loro livello assoluto.
 - ❑ Le variazioni dei dividendi seguono le variazioni dei profitti sul lungo periodo, piuttosto che le variazioni dei profitti sul breve periodo
 - ❑ I manager sono riluttanti a modificare i dividendi per non rischiare di dover fare marcia indietro.
 - ❑ Le imprese effettuano un riacquisto di azioni solo quando hanno accumulato un grande eccesso di liquidità indesiderata, o quando vogliono modificare la loro struttura finanziaria aumentando la percentuale di debito.

LA DECISIONE DI DISTRIBUIRE DIVIDENDI



LA DECISIONE DI DISTRIBUIRE DIVIDENDI



Esempio di pagamento di 1/3 del valore tramite dividendo, raccolto con una nuova emissione

PROPOSIZIONE DI IRRILEVANZA

- Dato che gli investitori non hanno bisogno di dividendi per convertire le azioni in contante, essi non sono disposti a pagare prezzi più elevati per aziende che distribuiscono dividendi maggiori. In altre parole, la politica dei dividendi non incide sul valore dell'azienda.



ESEMPIO IRRILEVANZA DIVIDENDI

Dividend Irrelevance

Stern Corporation

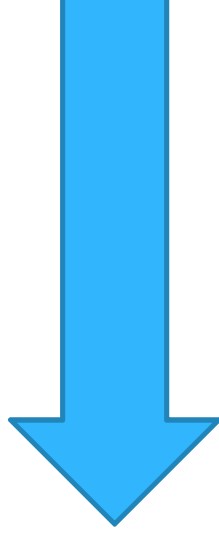
- All equity firm with 100 shares outstanding
- Investors require a 10% return.
- Expected cash flow = \$10,000 each year
- Plans to dissolve firm in 2 years
- Firm can either:
 - A. Pay out dividends of \$10,000 per year for each of the next two years (\$100 per share), or
 - B. Pay \$11,000 this year, raising the other \$1,000 by issuing stock (or bonds), then pay an amount in year 2 sufficient to provide new shareholders with a 10% return



Illustration of Irrelevance

Stern Corporation

	PLAN A:		PLAN B:	
	Year 1	Year 2	Year 1	Year 2
Cash Flow	\$10,000	\$10,000	\$10,000	\$10,000
New stock	\$0	\$0	\$1,000	\$0
CF available to S/H:	\$10,000	\$10,000	\$11,000	
To New S/H:				
Dividends	\$0	\$0		\$1,100
DPS	\$0	\$0		\$11
To Old S/H:				
Dividends	\$10,000	\$10,000	\$11,000	\$8,900
DPS	\$100	\$100	\$110	\$89
Stock Price				
E(R)	\$ 173.55	10%	\$ 173.55	10%



$$P_A = \frac{\$100}{(1.10)} + \frac{\$100}{(1.10)^2} = \$173.55$$

$$P_B = \frac{\$110}{(1.10)} + \frac{\$89}{(1.10)^2} = \$173.55$$

I DIVIDENDI AUMENTANO IL VALORE

- ❑ Imperfezioni del mercato ed effetto sulla clientela
- ❑ Esistono clienti naturalmente inclini ai dividendi ad alta remunerazione, ma ciò non significa che una qualunque specifica impresa possa trarre beneficio dall'aumento dei propri dividendi. I clienti interessati a simili dividendi hanno già a disposizione un'ampia varietà di azioni a dividendi elevati fra i quali scegliere.
- ❑ Tali soggetti determinano l'innalzarsi del prezzo delle azioni a seguito della loro domanda di azioni che pagano dividendi



I DIVIDENDI AUMENTANO IL VALORE

- ❑ I segnali forniti dai dividendi
- ❑ L'aumento dei dividendi costituisce una buona notizia circa flussi di cassa e guadagni. Il calo dei dividendi costituisce, al contrario, una brutta notizia.
- ❑ Poiché una politica di alta remunerazione dei dividendi risulta dispendiosa per un'azienda che non dispone del flusso di cassa per supportarla, l'aumento dei dividendi segnala il buon andamento dell'impresa e la fiducia dei suoi manager nei futuri flussi di cassa.



I DIVIDENDI RIDUCONO IL VALORE

- ❑ Conseguenze delle politiche fiscali
- ❑ Le aziende possono convertire i dividendi in capital gain variando le politiche dei dividendi. Se i dividendi sono maggiormente tassati dei capital gain, gli investitori soggetti al pagamento delle imposte dovrebbero veder di buon occhio una simile mossa e valutare più favorevolmente l'azienda.
- ❑ In tale contesto fiscale, il flusso di cassa totale trattenuto dall'impresa e/o detenuto dagli azionisti risulta più elevato rispetto a quando vengono pagati i dividendi.



IMPOSTE E DIVIDENDI

- ❑ Conseguenze delle politiche fiscali
- ❑ Poiché le aliquote di tassazione dei capital gain sono inferiori a quelle dei dividendi, le aziende dovrebbero pagare i minori dividendi possibili.
- ❑ La politica dei dividendi dovrebbe adeguarsi alle variazioni della normativa fiscale



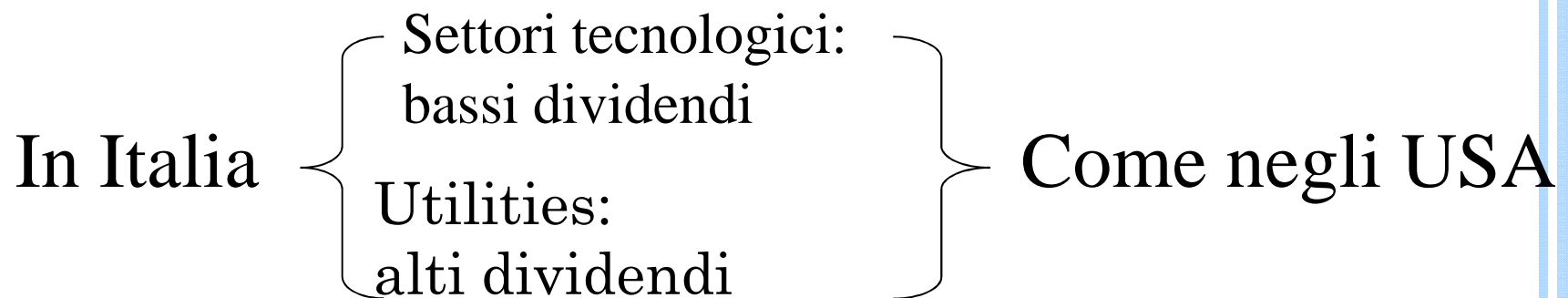
IMPOSTE E DIVIDENDI

Effetti di una modifica nella politica dei dividendi quando i dividendi sono tassati in misura maggiore dei capital gain. Le azioni che pagano alti dividendi (impresa B) devono essere vendute a un prezzo inferiore, in modo da offrire lo stesso rendimento al netto delle imposte

	Impresa A (nessun dividendo)	Impresa B (alti dividendi)
Prezzo del prossimo anno	€ 112.50	€ 102.50
Dividendo	€ 0	€ 10.00
Risultato complessivo al lordo delle imposte	€ 112.50	€ 112.50
Prezzo corrente delle azioni	€ 100	€ 97.78
Capital gain	€ 12.50	€ 4.72
Tasso di rendimento al lordo delle imposte (%)	$\frac{12.5}{100} \times 100 = 12.5$	$\frac{14.72}{97.78} \times 100 = 15.05$
Imposta sui dividendi al 40%	€ 0	$0.40 \times 10 = € 4.00$
Imposta sui capital gain al 20%	$0.20 \times 12.50 = € 2.50$	$0.20 \times 4.72 = € 0.94$
Reddito totale al netto delle imposte (dividendi più capital gain meno imposte)	$(0 + 12.50) - 2.50 = € 10.00$	$(10.00 + 4.72) - (4.00 + 0.94) = € 9.78$
Tasso di rendimento al netto delle imposte (%)	$\frac{10}{100} \times 100 = 10.0$	$\frac{9.78}{97.78} \times 100 = 10.0$

POLITICHE DEI DIVIDENDI IN ITALIA

- ❑ Sistemi orientati ai mercati (USA, UK, Canada) → politica dei dividendi più conservatrice
- ❑ Sistemi orientati agli intermediari (Germania, Giappone, Italia, Francia) → bassa variabilità

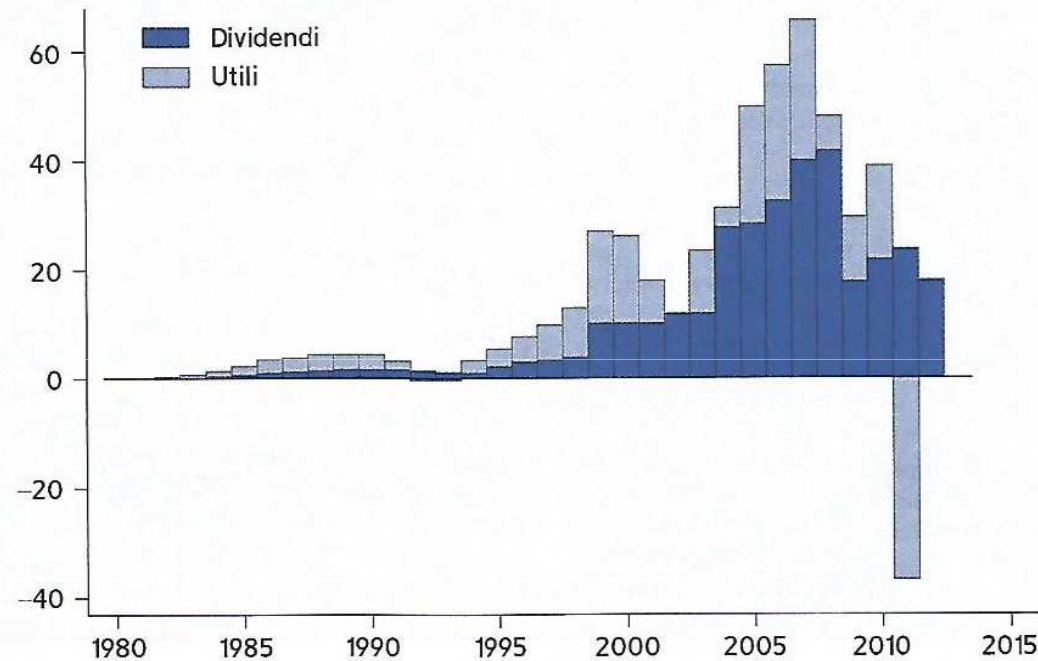


POLITICHE DEI DIVIDENDI IN ITALIA

Andamento nel tempo dei dividendi e degli utili aggregati nel periodo 1980-2012 delle società quotate italiane.

I dati riportati sono in miliardi di euro.

Fonte: database tenuto presso il Dipartimento di Scienze Aziendali dell'Università degli Studi di Bologna da parte di Stefano Mengoli.



POLITICHE DEI DIVIDENDI IN ITALIA

